Document généré le 30 nov. 2025 10:38

Les Cahiers de droit

L'émergence des produits dérivés : le cas du Québec

Juliette D'Hollander

Volume 37, numéro 2, 1996

URI : https://id.erudit.org/iderudit/043391ar
DOI : https://doi.org/10.7202/043391ar

Aller au sommaire du numéro

Éditeur(s)

Faculté de droit de l'Université Laval

ISSN

0007-974X (imprimé)
1918-8218 (numérique)

Découvrir la revue

Citer cet article

D'Hollander, J. (1996). L'émergence des produits dérivés : le cas du Québec. *Les Cahiers de droit*, *37*(2), 377–407. https://doi.org/10.7202/043391ar

Résumé de l'article

Dans les deux dernières décennies, l'essor considérable des produits dérivés a marqué le monde financier. Le Canada et le Québec ont été touchés par ce nouveau phénomène. Récemment, les pertes essuyées par de grandes institutions financières ont fait jaillir aux yeux du public l'existence de ces nouveaux contrats. Pourtant, ceux-ci sont encore peu connus.

Dans le présent article, l'auteure se propose d'examiner, en premier lieu, les principales caractéristiques des produits dérivés, le but qu'ils poursuivent et les intervenants sur ces opérations. En deuxième lieu, seront passés en revue les risques associés à l'utilisation de ces produits et les propositions de réglementation effectuées afin de contrer ces risques. Enfin, pour bien comprendre le fonctionnement de ces produits, il est nécessaire d'étudier leur pratique contractuelle, et tout particulièrement la codification dont ils ont fait l'objet par l'entremise de contrats types.

Tous droits réservés © Faculté de droit de l'Université Laval, 1996

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter en ligne.

https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/

Cet article est diffusé et préservé par Érudit.

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche.

https://www.erudit.org/fr/

L'émergence des produits dérivés : le cas du Québec*

Juliette d'HOLLANDER**

Dans les deux dernières décennies, l'essor considérable des produits dérivés a marqué le monde financier. Le Canada et le Québec ont été touchés par ce nouveau phénomène. Récemment, les pertes essuyées par de grandes institutions financières ont fait jaillir aux yeux du public l'existence de ces nouveaux contrats. Pourtant, ceux-ci sont encore peu connus.

Dans le présent article, l'auteure se propose d'examiner, en premier lieu, les principales caractéristiques des produits dérivés, le but qu'ils poursuivent et les intervenants sur ces opérations. En deuxième lieu, seront passés en revue les risques associés à l'utilisation de ces produits et les propositions de réglementation effectuées afin de contrer ces risques. Enfin, pour bien comprendre le fonctionnement de ces produits, il est nécessaire d'étudier leur pratique contractuelle, et tout particulièrement la codification dont ils ont fait l'objet par l'entremise de contrats types.

Over the past two decades, the skyrocketing popularity of derivatives has left its mark on the financial community. Canada and Québec have been affected by this new phenomenon. Recently, losses incurred by large financial institutions have drawn these new contracts into the public eye. Nonetheless, they still remain somewhat unknown.

This article first attempts to examine the main features of derivatives, their purpose and the market intermediaries who deal in them. Then, the risks associated with these products and the regulatory measures proposed for handling such risks, are reviewed. Lastly, in order to understand how

---

* L'auteure tient à remercier Gally Jordan, professeure à l'Université McGill, pour son aide efficace. La recherche et la rédaction du présent article ont été rendues possibles grâce à la Fondation du Barreau et au FCAR.

** LL.M., Université McGill ; diplômée de l'Université de la Sorbonne.

***Les Cahiers de Droit*, vol. 37, n° 2, juin 1996, pp. 377–407**
(1996) 37 *Les Cahiers de Droit* 377

these products operate, it is necessary to analyze their contractual practices and especially, how they are codified through the master contracts governing them.

Pages

1. Le développement et le fonctionnement des produits financiers dérivés sur le marché de gré à gré ... 380
1.1 Le développement des produits financiers dérivés ... 380
1.2 Le fonctionnement des produits financiers dérivés ... 383
1.2.1 Les participants au marché des produits dérivés ... 383
1.2.1.1 Les intermédiaires ... 383
1.2.1.2 Les utilisateurs finaux ... 383
1.2.2 Le but des produits financiers dérivés ... 384
1.2.2.1 Couvrir les risques ... 384
1.2.2.2 Faciliter l'accès à des marchés différents ... 385
1.2.2.3 L'arbitrage et la spéculation ... 385
1.2.3 Une description des instruments financiers dérivés ... 386
1.2.3.1 Les swaps de taux d'intérêt et de devises ... 387
1.2.3.2 Les autres instruments financiers dérivés ... 390
2. Les risques et la réglementation des instruments financiers dérivés sur le marché de gré à gré ... 393
2.1 Les risques ... 393
2.2 La réaction des autorités ... 396
2.3 L'incidence des lois sur les faillites et la liquidation sur la validité des produits dérivés ... 398
3. La pratique contractuelle des produits financiers dérivés sur le marché de gré à gré ... 401
3.1 La codification de la pratique contractuelle des produits dérivés ... 401
3.2 Les contrats types ... 401
3.2.1 Les *Conditions générales* de l'AFB ... 401
3.2.2 Les normes BBAIRS ... 402
3.2.3 Les normes ISDA ... 402
3.2.4 Les particularités des contrats types ISDA ... 403
3.2.4.1 La confirmation ... 403
3.2.4.2 Le droit applicable au contrat ... 404
3.2.4.3 Les dispositions relatives au paiement ... 404
3.2.4.4 Les cas de défaut et de résiliation ... 405
3.2.5 D'autres dispositions des contrats types ISDA ... 406
3.2.6 Prospective ... 406
Conclusion ... 406

La perte de la maison Barings, de plus d'un billion de dollars sur les marchés dérivés, en mars 1995, a provoqué la faillite d'une des plus anciennes institutions bancaires britanniques. Pourtant, dans les dernières années, Barings avait enregistré des résultats exceptionnels dans le domaine des produits dérivés[1]. En l'espace de quelques semaines, un jeune négociateur *(trader)* de cette institution renommée avait réussi à parier plus de sept fois les fonds propres de sa banque sur la hausse de l'indice Nikkei[2]. La chute de Barings a remis en cause le miracle des produits dérivés.

Dans la dernière décennie, le monde financier a assisté à une effervescence des produits financiers dérivés. En raison de l'instabilité des cours de change et des taux d'intérêt, l'utilisation de ces produits s'est rapidement répandue dans les grands pays industrialisés. Le Canada et le Québec n'ont pas échappé au phénomène. Les banques spéculent de plus en plus sur les marchés dérivés, car, du fait de la concurrence et de la désintermédiation, leur métier classique ne rapporte plus assez d'argent. La logique de base de la majorité de ces instruments est de mieux maîtriser le risque à moindre coût. Toutefois, ces instruments peuvent également être utilisés par des opérateurs industriels, commerciaux et financiers afin d'optimiser leurs revenus. Certains y ont même recours pour atteindre un but purement spéculatif.

Les produits dérivés évoluent sur les marchés de gré à gré ou sur les marchés organisés. Lorsqu'ils sont négociés sur les marchés organisés, les transactions sont standardisées sous forme de contrats types dotés de caractéristiques identiques et sont échangées publiquement en bourse ou au moyen de systèmes informatiques. De plus, ils sont dénoués par une chambre de compensation qui assure la bonne fin de toutes les opérations.

Par contre, les opérations de gré à gré sur produits dérivés sont négociées individuellement entre les parties. Celles-ci définissent elles-mêmes le cadre contractuel dans lequel s'inscrivent ces opérations. Toutefois, la tendance actuelle des parties est de recourir à des formes de contrats types mis en place par des organismes spécialisés.

Jusqu'à présent, une multitude d'instruments financiers dérivés ont vu le jour. D'autres seront sûrement créés d'ici peu. L'innovation financière n'a plus de bornes. Il est désormais possible pour les institutions financières

1. Sur la chute de Barings, voir T. SHALE, « Why Barings was Doomed », *Euromoney*, mars 1995, pp. 38-41 ; D. SHIRREFF, « Danger-Kids at Play », *Euromoney*, mars 1995, pp. 43-46.
2. Il faut souligner que, dans les années 70, la volatilité des taux d'intérêt et celle des taux de change provenaient de causes conjoncturelles engendrées par les crises pétrolières. Contrairement à ce que l'on aurait pu penser, les années 80 n'ont pas engendré de période de stabilité. La volatilité des cours s'est maintenue (phénomène dû en partie au brusque retournement du dollar en 1985 et à la crise de l'endettement).

d'élaborer des produits financiers dérivés correspondant aux besoins particuliers de chaque client. Chacun trouve « chaussure à son pied ». C'est ainsi qu'une gamme très diversifiée de ces produits a été conçue. Leur croissance a été également favorisée par le contexte international dans lequel ils évoluent souvent.

Cependant, les accidents sur les marchés dérivés, causant de lourdes pertes à des groupes industriels et aux banques, se produisent de plus en plus fréquemment. Alors que Barings, en Angleterre, essuyait une perte s'élevant à plus d'un billion de dollars, Salomon Brothers, aux États-Unis, devait faire face à un déficit de 175 millions de dollars américains provenant de son service de produits dérivés.

Le crash de Barings a attiré l'attention du public sur l'existence de ces nouveaux produits financiers. L'accident a également révélé au monde de la finance que, malgré l'explosion des produits dérivés, la négociation de ces produits présente des risques importants. Enfin, l'événement a rappelé au monde juridique l'importance de la rédaction contractuelle au moment de la négociation des produits dérivés.

Le présent article traite, dans un premier temps, du développement et du fonctionnement des produits dérivés sur le marché de gré à gré. Dans un deuxième temps, les risques associés à l'utilisation de ces instruments et les tentatives de réglementation sont passés en revue. Enfin, dans un dernier temps, la pratique contractuelle suivie sur les marchés internationaux est analysée.

1. Le développement et le fonctionnement des produits financiers dérivés sur le marché de gré à gré

1.1 Le développement des produits financiers dérivés

L'instabilité de l'environnement économique durant les années 70 a augmenté les risques des opérateurs sur les marchés financiers et les a poussés à rechercher de nouvelles techniques de protection des risques[3]. Mais c'est surtout à la suite des chocs financiers des années 80 que les produits financiers dérivés se sont véritablement développés. Ils ont été proposés par les intermédiaires à une époque où régnait une importante incertitude politique, financière et économique ainsi qu'un certain laxisme réglementaire. Les banques et les courtiers internationaux ont su tirer avantage de ce climat d'instabilité et de déréglementation pour offrir de nouveaux services. De plus, l'intermédiation bancaire avait été fortement ralentie à la

3. F. LEROUX, *Marché internationaux des capitaux*, Montréal, Les Presses de l'Université du Québec, 1988, p. 256.

suite de la crise de l'endettement[4]. Les banques se sont donc rabattues sur la production et la vente de produits dérivés qui présentent comme toute autre activité de marché l'avantage de générer des commissions et des revenus « sûrs »[5].

Le développement des produits dérivés a eu lieu en majorité sur le marché de gré à gré[6]. Ce dernier est composé d'intermédiaires ou de *market makers* qui négocient les transactions au moyen d'un réseau informatisé électronique. Il est difficile, par conséquent, de parvenir à une évaluation de la taille du marché. Les transactions de produits dérivés n'apparaissent pas dans le bilan des banques. La confidentialité des données empêche de chiffrer avec exactitude le montant des transactions auxquelles elles ont donné lieu. Néanmoins, des statistiques indiquent qu'entre 1992 et 1994 la taille du marché des produits dérivés a plus que triplé, passant de 4 000 milliards à 14 000 milliards de dollars[7].

Devant l'ampleur du développement, les autorités financières des pays touchés ont réagi. Diverses études et rapports ont été entrepris au niveau national[8] et international[9]. Des ébauches de réglementation ont vu le jour. Cependant, il est difficile de réglementer un phénomène qui se déroule sur le marché de gré à gré et souvent au niveau international. En outre, les gros opérateurs sont fermement opposés à toute réglementation. Ils affirment

4. I. WARDE, « La dérive des produits financiers dérivés », *Le Monde diplomatique*, n° 484, 1994, p. 21.
5. Voir, sur le développement des marchés hors bourse de produits financiers dérivés au Canada, S. O'CONNOR, *The Developement of Financial Derivatives Markets: The Canadian Experience*, Rapport technique n° 62, Ottawa, Banque du Canada, juin 1993.
6. I. WARDE, *loc. cit.*, note 4, p. 21. Selon l'International Swaps and Derivative Association (ISDA), le montant principal des produits dérivés en circulation avait déjà atteint 4,21 milliards de dollars en juin 1994 (cité par D. SHIRREFF, *loc. cit.*, note 1, p. 44).
7. Voir le rapport de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario sur le marché hors bourse des produits dérivés *(Draft Policy Statement)*: OSC, « Over-the-Counter Derivatives », (1994) 17 *O.S.C.B.* 341 ; voir également *Draft Derivatives Guideline*, Ottawa, Office of the Superintendant of Financial Institution, 1994, décrit par M.B. BARBEAU et P.J. HENDERSON, « Canadian Regulators Publishes Draft Derivatives Guidelines », (1994) *I.F.L.R.* 37.
8. Voir l'étude du Groupe des Trente, soit le rapport du GENERAL ACCOUNTING OFFICE (GAO), *Financial Derivatives: Action Needed to Protect the Financial System*, GAO/GDD 94-133, Washington (D.C.), mai 1994, p. 7 (ci-après cité : « GAO »). La Banque internationale pour le règlement des différends (BIRD), le Comité de Bâle sur la supervision bancaire, la Communauté européenne, l'Organisme international sur les valeurs mobilières (IOSCO) et l'Organisation pour la coopération et le développement (OCDE), la Banque mondiale ainsi que l'International Swap and Derivatives Association (ISDA) ont également procédé à des études sur les effets des produits dérivés au niveau international. GAO, précité, p. 32.
9. I. WARDE, *loc. cit.*, note 4, p. 22.

que le marché s'autoréglemente et que l'intervention du législateur ne fera que détruire l'équilibre qui existe dans le monde des produits financiers[10].

La création de ces produits est toujours fondée sur le même principe : des actifs réels servent de base à l'émission de titres. La valeur de ces actifs peut augmenter ou baisser sans véritable relation avec les actifs dont ils dérivent. Les actifs peuvent être des actions, des obligations, des devises, des matières premières ou des métaux précieux. Si le principe sur lequel ils reposent reste assez simple, les produits financiers se sont transformés en des instruments de plus en plus complexes à tel point qu'ils n'entretiennent plus qu'une relation éloignée avec les actifs qui les sous-tendent[11].

Le succès des produits financiers dérivés est lié à leur faible coût. Contrairement aux marchés classiques, on peut participer aux marchés dérivés avec une très faible mise (de 3 à 5 p. 100 de la valeur de l'actif). Cela explique l'euphorie des investisseurs qui parient sur des centaines de milliers de dollars. Les produits dérivés relèvent d'accords contractuels entre des sociétés ou des institutions financières souhaitant se couvrir contre les fluctuations du marché. Ce sont ainsi des contrats au sens du droit civil. Selon le principe de l'autonomie de la volonté, le contrat est formé dès l'échange du consentement des parties. La liberté des parties commande qu'elles puissent conclure les conventions qu'elles souhaitent[12]. Ce principe se retrouve dans le nouvel article 1378 du *Code civil du Québec* qui définit le contrat de la façon suivante : « Le contrat est un accord de volonté, par lequel une ou plusieurs personnes s'obligent envers une ou plusieurs autres à exécuter une prestation[13]. » Cet article nouveau s'inspire de l'article 1101 du Code français dont la définition a été élaborée par Pothier. Il met l'accent non seulement sur le principe de l'autonomie de la volonté, mais aussi sur le fait que le contrat est créateur d'obligations.

Beaucoup de produits financiers dérivés proviennent d'une technique contractuelle originellement conçue par des praticiens anglo-saxons et qu'il a donc fallu adapter dans le cadre du droit civil, la majorité des instruments financiers dérivés ayant été élaborés aux États-Unis. De façon générale, le

10. *Ibid.*
11. H. KÉLADA, *Précis de droit privé québécois*, Montréal, SOQUIJ, 1990, p. 321.
12. C.c.Q., art. 1378.
13. Au Canada, le droit des valeurs mobilières relève de la compétence des provinces, alors qu'aux États-Unis il est en partie fédéral et en partie provincial. Il s'ensuit que le Québec possède, en matière d'instruments financiers, sa propre réglementation. Toutefois, comme nous le verrons ultérieurement, les provinces canadiennes ont toutes adopté des lois similaires dans le domaine des produits financiers.

droit américain a influé très nettement sur le droit canadien dans le domaine financier[14].

1.2 Le fonctionnement des produits financiers dérivés

1.2.1 Les participants au marché des produits dérivés

1.2.1.1 Les intermédiaires

La majorité des produits dérivés sont mis en place par des intermédiaires. Ils peuvent parfois être négociés par les utilisateurs finaux directement, comme les swaps de devises, qui sont plus facilement négociables par les entreprises[15]. Lorsque les opérateurs recourent à des intermédiaires, ce sont principalement des banques et des courtiers internationaux qui occupent cette position. Les banques bénéficient d'une position privilégiée pour jouer le rôle d'intermédiaire. Elles ont la capacité de structurer les transactions entre différents opérateurs, elles ont facilement accès à l'éventail de leur clientèle et peuvent dans certains cas, si cela s'avère nécessaire, jouer le rôle de contrepartie. Les courtiers internationaux sont également bien placés pour intervenir en tant qu'intermédiaires. Ils ont la possibilité de changer de position rapidement et une faculté d'adaptation aux conditions du marché. Les compagnies d'assurances pourraient également commercialiser les produits dérivés, car certains de ces produits présentent des similitudes avec les produits qu'elles offrent couramment[16]. Particulièrement, elles seraient en bonne position pour assurer leur clientèle contre les risques liés aux swaps[17]. Néanmoins, dans beaucoup de pays, elles ne possèdent pas la capacité de vendre de tels produits.

1.2.1.2 Les utilisateurs finaux

Les intermédiaires vendent leurs services aux utilisateurs finaux. Ces derniers incluent des institutions financières, des sociétés commerciales, des compagnies d'assurances, des fonds mutuels de placement et caisse de

---

14. F. MEYRIER, « Les contrats d'échange de devise et de taux d'intérêt », (1986) 12 (1) *D.P.C.I.* 9, 21. Environ 15 p. 100 des swaps sont négociés directement par les parties sans passer par les services d'un intermédiaire. F. LEROUX, *op. cit.*, note 3, p. 305.
15. Les *caps* et les *floors* présentent des traits communs avec les produits d'assurance, dans le sens où ils assurent leur détenteur contre les variations de taux au-delà ou au-dessous d'un certain seuil. Ces produits pourraient donc être vendus par les compagnies d'assurances. Cependant, dans de nombreuses juridictions, maints obstacles légaux empêchent les compagnies d'assurances de commercialiser ces produits. Voir P. GORIS, « A Future for « Swap-assurance » ? An Inquiry into the Border of Swap and Insurance », (1994) 5 *R.D.A.I.* 617, 623.
16. *Id.*, 618.
17. F. LEROUX, *op. cit.*, note 3, p. 17.

dépôt ainsi que des agences gouvernementales et internationales. Au niveau international, la Banque mondiale s'est révélée être un fervent utilisateur de ces produits. Au Québec, la Caisse de dépôt et placement du Québec a régulièrement recours à divers instruments dérivés dans le but de gérer son portefeuille. Les compagnies d'assurances trouvent dans ces nouveaux produits une bonne technique de gestion de leurs fonds.

Certaines institutions jouent instantanément le rôle d'intermédiaire et d'utilisateur final. En tant qu'intermédiaires, elles doivent trouver des contreparties à la demande de leurs clients. Dans les cas où elles ne peuvent pas en trouver immédiatement, elles assument elles-mêmes ce rôle[18].

Les utilisateurs finaux doivent posséder la capacité de contracter des opérations sur produits dérivés. La capacité des institutions financières a fait l'objet d'une réflexion à la suite de la décision britannique rendue par la Chambre des Lords, *Hazell* v. *Council of the London Borough of Hammersmith and Fulham*[19]. Cette décision refuse aux municipalités la capacité de passer un contrat de swap. Bien que les juridictions canadiennes ne soient pas liées par les décisions de la Chambre des Lords, celles-ci peuvent influer sur la jurisprudence. Dans ce contexte, et afin d'éviter toute incertitude, l'Assemblée nationale du Québec a adopté une législation autorisant les entités publiques et les collectivités municipales à conclure des contrats sur produits dérivés. Plusieurs lois, dont la *Loi sur l'administration financière du Québec*, ont été modifiées.

Comme les autres utilisateurs finaux, les intermédiaires utilisent également les produits dérivés pour couvrir leur risque financier, obtenir des conditions financières plus favorables et spéculer sur les mouvements de marché.

1.2.2 Le but des produits financiers dérivés

1.2.2.1 Couvrir les risques

Les produits dérivés ont tout d'abord pour but de procurer aux opérateurs une couverture contre les fluctuations des cours. En effet, certaines variations des taux peuvent se révéler préjudiciables aux opérateurs qui possèdent des créances ou des dettes indexées sur certains indices. En fait, les produits dérivés « offrent la possibilité de segmenter les risques et de les transférer à des opérateurs qui sont mieux placés pour les assumer, cette

18. *Hazell* v. *Council of the London Bourough of Hammersmith and Fulham*, [1989] 2 W.L.R. 372 (House of Lords). Pour un commentaire de cette décision, voir S. JAMES, « UK High Court Rules for Banks in Restitution Cases », (1993) *I.F.L.R.* 26, 26.
19. F. LEROUX, *op. cit.*, note 3, p. 261.

aptitude leur venant de leur expérience, de leur capitalisation ou de leur position sur le marché[20] ». Ils permettent également aux opérateurs de se couvrir en inversant leur position sur le marché. Par exemple, un opérateur peut protéger ses actifs en acquérant des produits dérivés dont la valeur augmente lorsque la valeur de ses actifs diminue.

1.2.2.2 Faciliter l'accès à des marchés différents

Les agents économiques ont généralement accès à un marché dans lequel ils peuvent obtenir des prêts à des taux avantageux ou des taux de rendement intéressants sur leur placement. Dans la majorité des cas, leur accès est limité à un seul type de marché (comme le marché des changes de la juridiction où ils opèrent, ou bien le marché de taux d'intérêt fixe ou le marché de taux d'intérêt flottant).

Les instruments financiers dérivés offrent aux opérateurs la possibilité d'accéder à des marchés qui leur seraient normalement fermés et ainsi de se financer à des conditions plus avantageuses. Ainsi, les swaps de devises ont permis à de nombreuses institutions, ayant besoin de devises, de se financer, directement et à moindre coût, sur des marchés étrangers et de réduire conséquemment les risques de change[21]. De même, les swaps de taux d'intérêt ont facilité l'accès à des marchés différents et ont, de la sorte, permis aux agents économiques de tirer avantage, en matière de taux d'intérêt, de ces marchés.

1.2.2.3 L'arbitrage et la spéculation

Les instruments financiers dérivés sont également utilisés par les arbitragistes. Ces derniers tirent profit des différences des taux offerts sur divers marchés en transférant leur fonds d'un marché à l'autre. Par exemple, un arbitragiste peut intervenir sur le contrat dérivant du principal indice de la bourse de Tokyo, le Nikkei 225, et prendre un pari sur son évolution future. S'il parie à la hausse, il achète le contrat. S'il pense que le contrat va baisser, il le vend.

Si les marchés dérivés sont utilisés par les trésoriers d'entreprise et les gérants de fonds mutuels pour se prémunir contre les risques de forte variation des cours, ils se prêtent également à une spéculation débridée.

---

20. *Id.*, p. 262. Voir également J.T. BROWN, « Les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises (swaps) », (1985) 3 *R.D.A.I.* 293, 294.
21. Il est important de noter que si l'acquisition de produits dérivés est moins onéreuse que celle de leurs actifs sous-jacents, les pertes et les gains générés par ces produits sont maximisés. Un spéculateur court donc le risque de voir ses pertes augmenter substantiellement.

Dans un but strictement spéculatif, certains opérateurs misent sur des produits dérivés, car leur acquisition est moins onéreuse que celle des actifs qui les sous-tendent[22]. Ils cherchent alors à anticiper la hausse ou la baisse de ces produits[23]. Toutefois, il faut souligner que la participation des spéculateurs sur le marché des produits dérivés contribue de façon générale à augmenter la liquidité du marché.

L'émergence des produits financiers dérivés est justifiée par les multiples avantages qu'ils procurent aux utilisateurs finaux et par les nouveaux secteurs d'activité qu'ils offrent aux intermédiaires.

1.2.3 Une description des instruments financiers dérivés

Le développement des instruments financiers dérivés s'est effectué en majorité sur le marché de gré à gré. Le Canada représente un exemple significatif du phénomène[24]. Le volume des opérations a augmenté plus rapidement sur le marché de gré à gré que sur le marché organisé canadien[25]. Cette croissance est due à l'action de grandes banques et de maisons de courtage en valeurs mobilières qui se portent contreparties d'autres institutions financières et de sociétés non financières vendeuses ou acquéresses de contrats[26]. Les principaux produits financiers dérivés négociés de gré à gré sont les contrats à terme de devises et de taux d'intérêt *(forward contract)*, les swaps de taux d'intérêt et les options de taux d'intérêt, de change et d'actions.

Les transactions de produits dérivés sont concentrées, pour la majeure partie, entre les mains des six grandes banques à charte du Canada. Comme c'est le cas dans la plupart des autres juridictions, les banques sont les principaux acteurs sur les marchés de gré à gré.

Les produits dérivés englobent, pour la majeure partie, les swaps, les contrats à terme et les contrats à livrer (*forward* et *future*), les options ainsi que les *caps*, les *floors* et les *collars*. Ces instruments ne constituent qu'une représentation générale des instruments financiers dérivés. Du fait de leur création incessante, nous nous limiterons ici à l'analyse des produits les plus courants.

---

22. GAO, précité, note 8, p. 25 ; P.Y. CHABERT, « The Legal Treatment of Swap Transactions in France », (1989) 21 *Law & Pol. in Int. Bus.* 154, 156.
23. Voir S. O'CONNOR, *op. cit.*, note 5, p. 56.
24. *Id.*, p. 58.
25. *Ibid.*
26. *The 1992 Dictionary of Derivatives*, Londres, Euromoney Publications, 1992, p. 31.

1.2.3.1 Les swaps de taux d'intérêt et de devises

Un swap est une convention par laquelle les parties s'accordent à échanger une série de paiements sur une certaine période de temps[27]. Par cette opération, les parties, qui ont chacune une obligation monétaire à terme, cherchent à se protéger contre les fluctuations des taux d'intérêt et des taux de change en prenant en charge l'obligation de l'autre moyennant des paiements réciproques[28]. Dans la majorité des transactions, un intermédiaire (une banque ou un courtier) intervient pour structurer l'échange.

Les swaps sont apparus dans les années 70 sur la place de Londres[29] et se sont rapidement répandus dans le reste du monde. Les grandes places financières ont connu un accroissement important du marché des swaps dans les années 80. Le Québec n'a pas manqué de prendre part à cette évolution financière. Les swaps ont commencé à se développer de façon importante dans les années 70, à la suite de l'abandon du système des parités fixes entre les monnaies. Les taux de change flottants, résultant des accords de Breton Woods, rendirent alors nécessaire le recours à des moyens de couverture à terme[30]. Jusqu'aux années 80, les opérateurs se finançaient directement sur les marchés financiers auxquels ils pouvaient avoir accès[31]. Mais ils n'y trouvaient pas toujours un financement adapté à leurs besoins, car le marché n'offrait pas de produits possédant la maturité de la devise ou la nature désirée du taux d'intérêt. Pour remédier au problème de financement en devises étrangères, un marché de prêts « adossés » ou « croisés » *(back to back)* et de prêts « parallèles » s'est créé.

Un prêt « adossé » implique la participation de deux sociétés mères de différents pays ayant chacune une filiale établie dans la juridiction où l'autre société mère possède son siège social. Chaque société mère accepte de prêter sa devise à la filiale de l'autre[32]. Par ailleurs, un prêt « croisé » met en cause deux entreprises, établies dans différentes juridictions, qui s'octroient mutuellement un prêt dans leur propre devise. Ces deux sortes de prêt présentent l'avantage de faire correspondre les échéances du principal et des intérêts[33]. Ils présentent toutefois un important risque de

27. J.T. BROWN, *loc. cit.*, note 20, 293.
28. F. MEYRIER, *loc. cit.*, note 14, 10.
29. *Ibid.*
30. Voir *The 1992 Dictionary of Derivatives*, *op. cit.*, note 26.
31. J.T. BROWN, *loc. cit.*, note 20, 297. L'opération ainsi effectuée évite le transfert de devises en dehors des frontières et, par ce biais, n'est pas soumise à la réglementation du contrôle des changes.
32. *Ibid.*
33. Le risque de crédit est d'autant plus important en cas de faillite d'une des parties, car l'autre partie risque de se retrouver au rang d'un créancier chirographaire. Si c'est le cas, il a peu de chances d'être payé.

crédit[34], peuvent être soumis à de strictes régulations locales et comportent une structure extrêmement contraignante[35].

Afin de remédier à ces inconvénients, les swaps furent créés. Les institutions financières se sont rendu compte qu'elles bénéficiaient de certains avantages grâce à leur accès à des financements à faible coût, mais que ces derniers n'étaient pas toujours adaptés à leurs besoins. Elles ont alors décidé d'échanger leur position financière avec d'autres opérateurs présentant des besoins inverses. Cela leur permettait ainsi de bénéficier d'un financement à plus faible coût auquel elles-mêmes ne pouvaient accéder. En 1981, le premier contrat important de swap de devises fut conclu entre la Banque mondiale et IBM[36]. Depuis lors, le marché des swaps s'est développé de façon conséquente. La pratique des swaps a même donné lieu à un travail de codification par plusieurs associations dans différents pays[37].

Il existe deux catégories de swaps : les swaps de devises et les swaps de taux d'intérêt[38]. Un swap de taux d'intérêt est une convention par laquelle deux parties acceptent de s'échanger périodiquement des paiements basés sur des taux d'intérêt de nature différente et calculés sur la base d'un même montant en principal[39]. En général, dans un swap de taux d'intérêt simple, une partie effectue des paiements basés sur un taux d'intérêt fixe, alors que le cocontractant effectue ses paiements en fonction d'un taux d'intérêt variable. Le taux d'intérêt fixe auquel il est souvent fait référence est le LIBOR (London Interbank Offered Rate) ou le taux préférentiel *(prime rate)* américain[40]. Il est important de noter que le montant en principal, sur

34. Voir *The 1992 Dictionary of Derivatives, op. cit.*, note 26, p. 17.
35. *Ibid.*
36. La codification des contrats de swaps et l'élaboration des *masters agreements* seront étudiées de façon détaillée ultérieurement.
37. Nous nous limiterons dans le cadre de notre article à ces deux sortes de swaps bien qu'il en existe une gamme plus diversifiée. Par exemple, il est possible de combiner ces deux sortes de swaps dans un même instrument. L'organisme anglais chargé de la codification des swaps, la British Bankers Association, a effectué une classification tripartie en tenant compte de cette troisième catégorie hybride. Par contre, l'International Swaps and Derivatives Association semble avoir élaboré une classification implicite entre les swaps de devises et les swaps de taux d'intérêt. Dans la même lignée, le groupe de travail français qui s'est penché sur la codification des swaps, l'Association française des banques (AFB), distingue l'« opération d'échange de conditions d'intérêt » de l'« opération d'échange de devises ». Il est intéressant de noter que pour P.Y. Chabert « l'opposition courante entre swaps de devise et swaps de taux d'intérêt relève d'une illusion provoquée par une analyse mal transposée de la pratique des États-Unis » : P.Y. CHABERT, « Heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps », (1989) *R.D.A.I.* 19, 20.
38. F. LEROUX, *op. cit.*, note 3, p. 292.
39. Voir GAO, précité, note 8, p. 5.
40. *Ibid.*

lequel sont basés les paiements échangés par les parties, ne fait jamais lui-même l'objet d'une transaction[41]. En guise d'exemple, considérons une banque possédant un portefeuille d'actifs rémunérés à taux variable. Cette banque a également un certain nombre de comptes de dépôts de clients qu'elle rémunère à taux fixe. En cas de baisse de taux d'intérêt, ses résultats vont être touchés négativement, tandis qu'une hausse des taux d'intérêt lui sera profitable. Afin de se protéger contre une baisse des taux d'intérêt, la banque peut passer un contrat de swap avec une institution financière dont les besoins sont opposés, c'est-à-dire qui désire se prémunir contre une baisse des taux d'intérêt (car elle possède des actifs rémunérés à taux fixe et des engagements à taux variable)[42].

Un swap de taux d'intérêt peut aussi résulter d'un échange de paiements basés sur deux taux d'intérêt variable différents. Il s'agit alors d'un swap de taux de base[43]. Ce produit permet de changer le taux d'intérêt de référence utilisé dans une transaction. Divers motifs peuvent inciter les parties à contracter un swap de taux de base. Elles peuvent désirer transformer leur obligation ou leur créance de façon à obtenir un taux de base variant plus rapidement. Elles peuvent également poursuivre un but purement spéculatif et faire des arbitrages entre les différents taux variables sur le marché.

Le swap de devises est l'opération par laquelle deux parties s'échangent un paiement libellé dans une devise contre un autre paiement libellé dans une devise différente[44]. Le taux de change est convenu d'avance. Il peut être fixe ou flottant. Au terme du contrat de swap, les parties s'échangent les montants dans chaque devise initialement transférée. Pendant la durée de vie du swap, chaque partie prend en charge le paiement des intérêts sur la somme reçue. Il est intéressant de noter qu'il existe un échange du montant principal de devises dans le swap de devises, alors que le swap de taux d'intérêt n'implique pas le transfert du montant principal, l'échange portant uniquement sur le flux d'intérêt.

Les swaps présentent de nombreux avantages. La Banque mondiale s'est fréquemment financée en devises diverses grâce à des opérations de swaps[45]. Elle indique dans une étude publiée en 1984[46] qu'elle a pu, au moyen de cette technique, réduire de façon conséquente son coût de

41. *Id.*, p. 25.
42. F. LEROUX, *op. cit.*, note 3, p. 295.
43. *Id.*, p. 296.
44. *Ibid.*
45. D. BOCH et C.I. WALLICH, « Currency Swaps : A Borrowing Technique in a Public Policy Contexte », dans *The World Bank Staff Working Papers*, n° 640, Washington (D.C.Z), (ci-après cité : « *World Bank n° 640* »), cité par J.T. BROWN, *loc. cit.*, note 20, 294.
46. *Ibid.* Selon l'étude ci-dessus mentionnée, la Banque mondiale aurait réduit son coût de financement d'environ 1 p. 100.

financement[47]. Les swaps sont surtout utilisés comme technique de couverture contre les fluctuations des cours. Ils procurent également un accès à de nouveaux marchés financiers.

Les swaps de taux d'intérêt offrent la possibilité de profiter de la solvabilité ou de la crédibilité financière de deux emprunteurs. Cette situation se présente lorsqu'une partie, parce qu'elle est bien cotée, bénéficie de conditions plus favorables pour emprunter sur le marché à taux fixe, alors que l'autre partie peut avoir accès, de par sa valeur de signature, à un loyer plus bas de l'argent sur le marché des taux d'intérêt variables[48].

La qualification juridique, en droit civil, d'un contrat de swap revêt une grande importance, car elle détermine le régime légal du contrat et permet de réduire l'incertitude qui règne autour du nouvel instrument financier. Jusqu'à présent, les tribunaux québécois n'ont pas eu l'occasion de se prononcer sur la question. En France, elle a été soulevée récemment et a donné lieu à controverse[49].

1.2.3.2 Les autres instruments financiers dérivés

Les contrats à terme (futures) *d'instruments financiers et les contrats à livrer* (forwards)

Les contrats à terme et les contrats à livrer sont des engagements contractuels d'acheter ou de vendre un produit ou un instrument financier quelconque, à une date future et à un prix convenu à l'avance. L'achat peut porter sur des métaux précieux, des actions, des obligations ou des devises. Contrairement aux contrats à terme qui sont des contrats standardisés et négociés sur un marché organisé, les contrats à livrer évoluent sur le marché de gré à gré[50]. Les contrats à terme sont négociés sur des bourses spécialisées. Aux États-Unis, ces instruments sont principalement négociés à Chicago, avec le Chicago Board of Trade et l'International Monetary Market, de même qu'à New York, avec le New York Future Exchange et le Commodity Exchange[51].

À partir des années 70, les marchés des contrats à terme se sont développés en dehors des États-Unis. Au Canada, les contrats à terme de taux d'intérêt sont négociés à la Bourse de Montréal, alors que les contrats à

47. Voir généralement GAO, précité, note 8; J.T. BROWN, *loc. cit.*, note 20; *World Bank n° 640*, précité, note 45; F. MEYRIER, *loc. cit.*, note 14.
48. Voir J. D'HOLLANDER, « La qualification juridique des swaps en droit civil québécois », (à paraître) *R.J.T.*
49. GAO, précité, note 8, p. 27.
50. F. LEROUX, *op. cit.*, note 3, p. 312.
51. S. O'CONNOR, *op. cit.*, note 5, p. 57.

terme d'instruments financiers, visant les titres de l'indice TSE de la Bourse de Toronto, le sont au Toronto Futures Exchange[52].

En pratique, les contrats à terme et les contrats à livrer restent difficiles à distinguer[53]. Aux États-Unis, la distinction revêt beaucoup d'importance, car les premiers tombent sous l'autorité de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) et ne peuvent être négociés que sur des marchés autorisés par celle-ci[54], alors que les seconds négociés de gré à gré, ne relèvent pas de sa juridiction[55]. Les deux sortes d'instruments diffèrent en ce qu'il existe une chambre de compensation dans le marché des contrats à terme ayant pour but de contrôler les opérations et surtout d'assurer aux intervenants l'existence d'une contrepartie. À l'inverse, les parties d'un contrat à livrer doivent supporter les risques dus à la défaillance éventuelle de leur contrepartie.

Les options

Les options sont négociées aussi bien sur le marché organisé que sur le marché de gré à gré. Une option est un contrat conférant à son détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter *(call option)* ou de vendre *(put option)* une marchandise ou un titre donné à un prix fixé d'avance. Il existe deux catégories d'options : l'option américaine et l'option européenne. L'option américaine peut être exercée pendant toute la durée de vie de l'option, alors que l'option européenne ne peut être exercée qu'à l'échéance. Les options se différencient des contrats à terme par le fait qu'elles ne sont pas des engagements fermes[56].

---

52. Les commissaires de la CFTC, dans une décision complexe du 25 septembre 1990, ont tenté d'établir une distinction entre les contrats à terme et les contrats à livrer, mais ils n'ont pas réussi à se mettre d'accord. Voir la décision de la CFTC du 25 septembre 1990, *Commodity Futures Law Report*, CFTC, p. 5087, par. 2 5006.
53. Le *Commodity Exchange Act* confère la compétence exclusive à la CFTC pour réglementer les contrats à terme. Il faut noter, toutefois, que la CFTC a la possibilité, conformément au *Future Trading Practice Act* de 1992, d'exonérer certains contrats hybrides (par exemple, des contrats combinant des contrats à terme et des actions) de l'obligation d'être négociés sur des marchés organisés.
54. Sur les contrats à terme et les contrats à livrer, voir F. LEROUX, *op. cit.*, note 3, p. 312 ; CORDWALDER et TAFT, « How Equity Derivatives Are Regulated », (1993) 18 *ALI-ABA* 95, 98 ; A. KUPRIANOV, « Over-the-Counter Interest Rate Derivatives », *Economic Quarterly*, vol. 79, n° 3, 1993, pp. 65 et suiv.
55. Certains auteurs ont analysé l'option comme un contrat conditionnel comprenant une condition suspensive purement potestative. Voir P. GORIS, « A Future for Swaps-assurance ? An Inquiry into the Border of Swap and Insurance », (1994) 4 *R.D.A.I.* 469, 476.
56. D. CUNNINGHAM, W. ROGERS et G. BILICIC, « Interest Swaps and Related Transactions », dans *Swaps and Other Derivatives*, New York, Practicing Law Institute, 1992, p. 12.

L'option est acquise moyennant une prime versée par l'acquéreur au vendeur. Si le détenteur de l'option n'exerce pas son droit en temps voulu, le vendeur de l'option conserve la prime. Par exemple, le détenteur d'une option d'achat de taux d'intérêt acquiert le droit d'obtenir un instrument financier générant un taux d'intérêt précis qui peut être plus élevé ou plus bas que le taux du marché. C'est seulement si ce taux est plus élevé qu'il décidera d'exercer son option.

Les options peuvent porter sur des produits agricoles, des valeurs mobilières, des indices boursiers et des taux de change. Il est intéressant de noter l'existence des *swap options*, procurant à leur détenteur le droit d'effectuer (l'option) une transaction de swap sous certaines conditions[57].

Les options sont parfois négociées sur les marchés de valeurs mobilières. Aux États-Unis, elles le sont au Philadelphia Stock Exchange (pour les options sur devise), au Chicago Mercantile Exchange (pour les options sur contrat à terme de devise et euro-dollar) et au Chicago Board of Trade (pour les options sur contrat à terme de bons du Trésor américain). Au Canada, les options d'achat d'actions sont celles qui enregistrent le volume le plus important de transactions. Elles sont négociées aux bourses de Vancouver, de Toronto et de Montréal[58].

Les caps, *les* floors *et les* collars

Les *caps*, les *floors* et les *collars* font partie des nouveaux instruments offerts par les institutions financières. Ils permettent aux emprunteurs et aux utilisateurs de mieux gérer le risque lié aux fluctuations du marché pouvant influer sur la valeur de leurs actifs sous-jacents.

Un *cap* est un contrat par lequel le vendeur assure l'acquéreur contre la hausse des taux d'intérêt au-delà d'un certain seuil, pendant une période donnée et moyennant le paiement d'une prime. L'acquéreur du *cap* est souvent un emprunteur qui possède une dette indexée sur un taux d'intérêt variable et qui désire se prémunir contre la hausse de ce taux. Le contrat prévoit un taux de référence qui sert de base à la couverture de l'emprunteur[59], ainsi qu'un taux plafond. Lorsque le taux de référence dépasse le taux plafond, le vendeur du *cap* doit verser à l'acquéreur un montant équivalent à la différence entre les deux taux. Si, au contraire, le taux du marché, durant la période de validité du *cap*, n'excède pas le taux plafond fixé par les parties, aucun paiement n'a lieu[60].

---

57. S. O'CONNOR, *op. cit.*, note 5, p. 56.
58. Ce taux peut être par exemple le LIBOR ou le LIMAN.
59. F. LEROUX, *op. cit.*, note 3, p. 322 ; *The 1992 Dictionary of Derivatives, op. cit.*, note 26, p. 6 ; P. GORIS, *loc. cit.*, note 55, 476.
60. F. LEROUX, *op. cit.*, note 3, p. 324.

Un *floor* est utilisé dans la situation inverse du *cap*. Le *floor* est un contrat par lequel le vendeur s'engage à effectuer un versement au cas où le taux du marché tombe sous le taux de référence (taux plancher) fixé par les parties. Comme pour le *cap*, le vendeur reçoit une prime. Le *floor* permet à un investisseur, détenant des actifs rémunérés à taux variable, de se protéger contre les baisses de taux d'intérêt qui viendraient dévaluer son patrimoine.

Les *collars* sont des contrats qui empruntent les caractéristiques des *caps* et des *floors*. Un *collar* est un contrat qui assure l'acquéreur, moyennant le paiement d'une prime et sur une période donnée, contre les variations de taux d'intérêt au-delà d'un plafond fixé et au-dessous d'un certain seuil. Le *collar* présente l'intérêt de protéger l'emprunteur contre les hausses de taux d'intérêt, moyennant une prime moins élevée que celle d'un *cap*. Le titulaire du *collar* ne peut cependant tirer avantage des baisses de taux d'intérêt[61]. Les *caps*, les *floors* et les *collars* sont négociés sur le marché hors bourse. Ils sont créés par les institutions financières en fonction des besoins précis de leurs clients. Contrairement aux *swaps*, ils n'exigent pas des parties un certain standard de solvabilité. Seul l'acquéreur d'un *cap* ou d'un *floor* est exposé au risque de crédit de sa contrepartie[62].

À première vue, les *caps*, les *floors* et les options sur taux d'intérêt peuvent paraître similaires. En effet, tous ces instruments peuvent être utilisés comme technique de couverture contre les variations des taux d'intérêt. Cependant, leur structure diffère de façon importante. L'acquéreur d'une option dispose de la faculté de lever l'option s'il le désire, alors que le détenteur d'un *cap* ou d'un *floor* ne joue qu'un rôle passif, attendant que les taux du marché tournent en sa faveur[63].

L'adaptation des produits dérivés aux besoins particuliers de chaque client explique leur développement explosif. Mais, le tableau s'assombrit lorsque les risques liés à l'utilisation de ces produits sont dévoilés, provoquant la réaction des autorités financières.

2. Les risques et la réglementation des instruments financiers dérivés sur le marché de gré à gré

2.1 Les risques

Devant le développement rapide des produits dérivés dans un environnement déréglementé et à la suite des pertes essuyées par d'importants

61. *The 1992 Dictionary of Derivatives, op. cit.*, note 26, p. 7.
62. P. GORIS, *loc. cit.*, note 55, 477.
63. I. WARDE, *loc. cit.*, note 4, 21.

opérateurs dans différentes parties du monde[64], les autorités financières des pays en question se sont livrées à des études et ont esquissé leur propre réglementation. Progressivement, elles se sont rendu compte que l'utilisation de ces produits comportait d'importants risques. Alors que les produits dérivés avaient été originellement conçus dans l'optique de limiter les risques liés aux fluctuations des marchés, à terme, certains de ces produits ont eu pour résultat de l'amplifier : « Censés être un facteur de stabilisation, ils dérèglent les marchés. La volatibilité est devenue telle que la frontière entre spéculation et couverture de risque est plus en plus floue[65]. »

Plusieurs sortes de risques liés à l'utilisation des produits dérivés ont été analysés : le risque de crédit, le risque du marché, le risque légal et le risque d'opération[66].

Le risque de crédit résulte de l'exposition à la défaillance du cocontractant. Pour ce qui est des swaps, il est évalué en calculant le coût de remplacement de la contrepartie[67]. Ce type de risque est très important, car la défaillance d'un opérateur peut avoir des répercussions en chaîne et nuire à la stabilité des marchés. En effet, la majorité du marché des produits dérivés est concentrée entre les mains de quelques institutions qui entretiennent toutes des relations les unes avec les autres. Vu qu'il n'existe pas de maison de compensation garantissant l'exécution des contrats sur le marché de gré à gré, les contrats sont souvent négociés bilatéralement[68]. Les liens étroits existant entre les principaux intervenants sur le marché des produits dérivés et le fait qu'aucun tiers ne se porte garant expliquent ce risque « systémique[69] ». Afin de limiter le risque de crédit, les intermédiaires exigent souvent des garanties de la solvabilité des parties[70].

Les intervenants sont également exposés aux risques du marché, à savoir aux risques de fluctuation des taux d'intérêt, des taux de change ou

---

64. *Ibid.*
65. GAO, précité, note 8, p. 9 ; S. ROBINSON, « The Risk of Swap Transactions », (1994) *I.F.L.R.* 20.
66. Il est intéressant de noter que les contrats types ISDA autorisent les parties à recourir à la méthode de la « compensation ». Selon cette méthode, toutes les transactions effectuées dans le cadre d'un contrat de swap sont considérées comme un simple accord consolidé. Par la suite, toute partie est en droit de résilier le contrat de swap dès que son cocontractant n'a pas effectué une transaction. Voir A. KUPRIANOV, *loc. cit.*, note 54, 87. Les contrats types ISDA contiennent également des clauses traitant de la défaillance d'un cocontractant et de la résiliation anticipée du contrat de swap. Voir l'article 5 des contrats types ISDA 1992. S. ROBINSON, *loc. cit.*, note 65, 20.
67. A. KUPRIANOV, *loc. cit.*, note 54, 85.
68. C.J. LOOMIS, « The Risk that Won't Go Away », *Fortune*, 7 mars 1994, p. 41.
69. Aux États-Unis, il est souvent exigé un niveau de solvabilité AAA.
70. S. ROBINSON, *loc. cit.*, note 65, 20.

de tout autre index sur lequel repose le produit en question[71]. Il faut noter que les risques de crédit et les risques de marché sont étroitement liés, la défaillance d'un cocontractant étant souvent entraînée par des variations de taux non anticipées par les parties.

Les instruments dérivés ont été conçus dans un environnement où régnait un certain laxisme réglementaire. Ils évoluent souvent dans une sphère internationale, tombant sous l'empire de différents ordres juridiques. Le particularisme de cet environnement explique que les opérateurs soient exposés à des risques légaux. Ils courent le risque qu'un tribunal ou encore une autorité réglementaire ou législative invalide le contrat financier[72] : l'instrument financier peut être considéré comme violant une législation locale existante, une modification législative peut mettre en doute la légalité d'un produit dérivé[73].

Comme dans tout type de transactions, les opérateurs de produits dérivés courent un risque opérationnel, à savoir que l'opération peut échouer du fait d'un contrôle inadéquat, d'une procédure défaillante, d'une erreur humaine, d'une faille dans le système ou d'une fraude commise par un des intervenants.

Certes, ces divers risques sont présents dans toute transaction financière, mais la spécificité des risques liés à l'utilisation des produits dérivés réside dans la complexité de certains produits dérivés et dans la difficulté de les évaluer et de les contrôler.

Devant le caractère complexe des produits dérivés, il a été suggéré qu'un devoir de « diligence » spécial soit imposé au moment de leur négociation[74]. Les opérateurs de produits dérivés restent strictement opposés à toute réglementation. Peu leur importe que ces produits échappent à toute qualification juridique et ne tombent pas sous le coup d'une autorité réglementaire précise comme c'est le cas des swaps. Le marché des swaps leur sert précisément d'exemple. Les opérateurs sur ces marchés ont su, à

---

71. Au Royaume-Uni, la Chambre des Lords, dans l'arrêt *Hazell* v. *Council of the London Borough of Hammersmith and Fulham*, précité, note 18, a dénié aux entités publiques la capacité de contracter des swaps.
72. A. KUPRIANOV, *loc. cit.*, note 54, 21. Les législations susceptibles de mettre en cause la validité d'un contrat financier sont souvent celles qui concernent la faillite, les paris et les jeux, les lois bancaires et les lois en matière d'assurance ainsi que les réglementations fiscales. Les contrats types ISDA contiennent une clause selon laquelle une modification législative invalidant un contrat de swap est un cas de résiliation (art. 5 (b) du contrat type ISDA multijuridictionnel (ci-après cité : « contrat type ISDA »)).
73. Proposition faite par A. CORCONAM, « Division Director » de la CFTC, cité par D. SHIRREFF, *loc. cit.*, note 1, 46.
74. D. SHIRREFF, *loc. cit.*, note 1, 46.

quelques exceptions près, rester disciplinés. Leur autodiscipline s'explique par le coût d'entrée élevé sur le marché des swaps et le fait que les négociants de swaps ont su anticiper les problèmes[75].

2.2 La réaction des autorités

Les autorités financières de divers pays demeurent néanmoins inquiètes. L'ampleur des risques liés à l'utilisation des produits dérivés a entraîné leur réaction. Elles ont établi une coopération sur le plan international et elles ont émis des recommandations et des ébauches de réglementation sur le plan national.

Au niveau international, le Groupe des Trente[76] a publié une étude sur l'utilisation des produits dérivés et a conclu qu'une réglementation particulière n'était pas nécessaire. Le rapport souligne: « This Study does not conclude that any fondamental changes in the current regulatory framework, such as separate regulation of this activity are needed. Separate regulation of global derivatives would be at cross-purpose with the existing framework, with its focus on the common risks contained in derivatives and traditional instruments[77]. » Dans l'Accord de Bâle, les pays membres ont accepté d'établir des standards relatifs aux exigences de capital minimum pour les banques. La Banque des règlements internationaux avait mis en place, il y a quelques années, le ratio Cook[78]. Le rapport du Comité de Bâle est favorable à l'autoréglementation du marché[79]. De son côté, l'International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) a dressé un rapport énonçant des recommandations sur les opérations des produits dérivés[80]. Le rapport de l'IOSCO encourage les autorités financières nationales à adopter une réglementation propre aux produits dérivés[81].

---

75. GLOBAL DERIVATIVES STUDY GROUP, *Derivatives: Practices and Principles*, Washington, Group of Thirty, juillet 1993 (ci-après cité: « Groupe des Trente »), cité par P.M. MOORE, « The Role of Regulation: A Case Study of the Emerging Regulation of Derivative Products », *Circulation Draft of October 4, 1994: for Commentators*, 1994, p. 34.
76. Groupe des Trente, précité, note 75.
77. *Ibid.* Ce ratio oblige les banques à détenir au moins 8 p. 100 de fonds propres en garantie.
78. BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, « Risk Management Guidelines for Derivatives », (1994) 17 *O.S.C.B.* 3773, cité par P.M. MOORE, *op. cit.*, note 75, p. 37.
79. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, TECHNICAL COMMITTEE, « Operational and Financial Risk Management Control Mechanisms for the Over-the Counter Derivatives Activities of Regulated Securities Firms », (1994) 17 *O.S.C.B.* 3747, cité par P.M. MOORE, *op. cit.*, note 75, p. 37.
80. *Ibid.*
81. GAO, précité, note 8, p. 15; les banques doivent également respecter un seuil minimal de capital imposé dans le cadre des accords de Bâle, voir *infra*, section 2.

Au niveau national, les autorités financières ont réagi de façon plus concrète, en adoptant des recommandations et parfois même une réglementation sur les produits dérivés.

Aux États-Unis, le General Accounting Office (GAO) a produit un rapport détaillé dans lequel il formule diverses recommandations sur la façon de gérer le risque lié aux produits dérivés. Le GAO a recommandé l'adoption par les banques et les institutions financières d'une réglementation financière qui imposerait aux utilisateurs de produits dérivés négociés de gré à gré une capitalisation adéquate afin que ceux-ci aient la capacité de faire face aux risques les plus importants associés à ces produits[82]. La recommandation du GAO a été vivement critiquée par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Selon cette association, le rapport du GAO ne démontre pas la nécessité d'une telle réglementation lorsqu'elle s'applique à des opérateurs qui disposent d'un bon management et d'un capital suffisant. Ce rapport n'explique pas non plus, selon l'ISDA, dans quelle mesure une telle réglementation préviendrait les défauts en cascade dus aux interconnections existant entre les divers opérateurs[83].

Il n'y a pas de contrôle centralisé aux États-Unis pour réglementer ces nouveaux instruments. Par conséquent, certains opérateurs échappent à toute réglementation[84]. Les produits dérivés peuvent être réglementés au niveau étatique ou fédéral. Dans ce dernier cas, ils peuvent tomber sous l'autorité de la Security and Exchange Commission (SEC) s'ils sont considérés comme des valeurs mobilières[85], ou sous celle de la CFTC, s'ils sont qualifiés de contrats à terme de marchandises[86]. Toutefois, la réglementation établie par la SEC et celle de la CFTC ne s'appliquent pas aux acquéreurs avertis *(qualified investors)*. Dans cette ligne d'idées, la CFTC a récemment adopté un règlement exemptant les utilisateurs de swaps de son contrôle s'ils répondent à certains critères[87].

---

82. INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, *The GAO Report on Financial Derivatives; Good Facts and Bad Conclusions*, Washington (DC), GAO, 27 mai 1994.
83. Cependant, les banques, qui sont très actives sur le marché des produits dérivés, sont sujettes, aux États-Unis comme au Canada, à une réglementation très stricte.
84. En effet, le *Securities Act* de 1933 ne s'applique qu'à certains opérateurs négociant des valeurs mobilières sur le marché boursier.
85. Le *Commodity Exchange Act* réglemente des contrats à terme de marchandises ; sur la réglementation des produits dérivés aux États-Unis, voir J.D. HAROLDSON, B.C. KAYLE et F.C. PUELO, « Derivatives », (1994) *I.F.L.R.* 35 et suiv. (Special Supplement) ; voir également T.A. RUSSO, « How Equity Derivatives Are Regulated (Part I) », (1993) 18 (1) *ALI-ABA* 95, et (1993) « How Equity Derivatives Are Regulated (Part II) » 19 (1) *ALI-ABA* 87.
86. « Exemption of Swaps Agreements », (1993) *Commodity Futures Law Report* 2771, 2951, par. 35.1.
87. Par conséquent, nous ferons souvent référence aux travaux de cette commission dans la présente étude consacrée au Québec.

Au Canada, le développement des produits dérivés sur le marché hors bourse n'a, semble-t-il, pas inquiété les autorités financières dans un premier temps, puisque celles-ci ont adopté une politique de laisser-faire. Récemment, des études ont été livrées et une timide réglementation a vu le jour.

Bien que le droit canadien relatif aux marchés financiers relève de la compétence provinciale, les provinces ont, dans l'ensemble, adopté des lois similaires. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (Ontario Securities Exchange Commission (OSC)) représente l'organe directeur en matière de valeurs mobilières au Canada[88]. Le personnel de la Commission a publié un rapport concernant les produits dérivés négociés de gré à gré. Ce rapport recommande l'adoption d'un régime dérogatoire exonérant certaines transactions de produits dérivés de l'exigence de prospectus et d'enregistrement[89]. Toutefois le rôle de l'OSC, en matière de produits dérivés, demeure assez limité, car les organismes sujets à son contrôle ne négocient pas de façon importante ces produits. Les banques, qui sont des acteurs importants sur ces marchés, sont soumises à la réglementation bancaire fédérale. Le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada a conçu un projet de « ligne directrice » destiné aux institutions financières réglementées au niveau fédéral. Sa ligne directrice a pour objet d'énoncer les facteurs qu'une institution financière doit prendre en considération lorsqu'elle décide de se lancer dans la négociation de produits dérivés. On y aborde également le problème de la divulgation[90].

Au Québec, le législateur a fait preuve d'intérêt pour les instruments dérivés en adoptant une loi autorisant expressément certaines entités publiques et municipales à passer des contrats de produits dérivés[91]. Il est d'autres lois qui doivent prendre en considération la spécificité attachée aux contrats sur produits dérivés.

2.3 L'incidence des lois sur la faillite et la liquidation sur la validité des produits dérivés

Les lois sur la faillite et sur la liquidation peuvent influer de manière sensible sur l'issue des contrats de produits dérivés en cas de faillite de l'une des parties. Compte tenu du caractère particulier des opérations de gré à gré

88. OSC, *loc. cit.*, note 7 ; OSC STAFF REPORT, « Request for Comments », (1994) 17 *O.S.C.B.* 371.

89. BUREAU DU SURINTENDANT DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES, *Mécanisme efficace en matière d'instruments dérivés*, Document de travail, juin 1994.

90. *Loi modifiant la Loi sur l'administration financière et la Loi sur les dettes municipales*, L.Q. 1992, c. 18, adoptée le 23 juin 1992 et entrée en vigueur le 19 août 1992.

91. S. MOUY, « Normes documentaires pour produits dérivés : la nouveauté 1994 », *Banque*, nº 548, 1994, p. 40.

sur produits dérivés (le fait qu'elles soient négociées individuellement entre les parties elles-mêmes, qu'elles s'étendent sur une longue période de temps et qu'il n'existe pas de chambre de compensation), le risque de défaillance de contrepartie est élevé[92].

Aussi les contrats-cadres du type ISDA vont-ils contenir des dispositions instituant des mécanismes de « sauvetage » en cas de défaillance de la contrepartie. Ces dispositions prévoient en effet des possibilités de résiliation anticipée et des procédures de compensation visant à déterminer un solde global de liquidation *(close out netting)*.

Un des soucis des opérateurs sur le marché des produits dérivés a été de savoir si la partie non défaillante à un de ces contrats-cadres pouvait valablement mettre en œuvre les dispositions qui permettent de résilier le contrat et de faire jouer la compensation en cas de faillite, d'insolvabilité ou de liquidation de sa contrepartie. Il est donc important que les parties choisissent une loi qui autorise ce type d'opérations pour régir leur contrat et qu'elles prévoient l'éventuelle application d'une loi d'ordre public qui devrait également autoriser les opérations précitées.

De son côté, la législation américaine a pris en considération dans divers domaines la possibilité de résilier de façon anticipée et de compenser les opérations sur produits dérivés. La loi dite *Financial Institution Reform Recovery and Enforcement Act* adoptée en 1989 permet l'exigibilité anticipée et la compensation de certaines opérations de marché (les *qualified financial contracts*, dont les swaps) en cas de faillite d'une banque ou d'une caisse d'épargne assurée à la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Le code sur la faillite autorise la compensation en cas de faillite d'une entreprise ou d'une banque non assurée à la FDIC. Le *FDIC Improvement Act* valide les opérations de compensation entre banques américaines, y compris leurs filiales à l'étranger dans les mêmes cas[93]. Le droit anglais reconnaît également les possibilités de compensation bilatérales (*Insolvency Act 1986* et *Insolvency Rules*) et multilatérales (partie IV du *Companie Act*)[94].

Au Canada, la liquidation de la compagnie d'assurances Confédération a soulevé d'importantes polémiques quant à la possibilité d'invoquer la compensation, l'annulation anticipée et les indemnités payables par la partie défaillante à la partie non défaillante.

---

92. P. LEWIN, J. LEIKE et P. SUNDARAVEJ, « Recent Development Affecting U.S. Financial Derivatives », (1994) *I.F.L.R.* 10, 11.
93. J.M. BOSSIN et D. LEFRANC, « La compensation des opérations de marchés à terme », *Banque*, nº 545, 1994, p. 59.
94. M. GROTTENTHALER, « Canadian Court Stays Termination of Derivatives », (1995) *I.F.L.R.* 49, 49.

La compagnie Confédération avait plusieurs filiales dont une effectuait beaucoup d'opérations de gré à gré sur produits dérivés. Ainsi, une grande partie des actifs de cette filiale était constituée de droits et d'obligations provenant de contrats sur produits dérivés[95]. Le problème s'était posé du devenir de ces contrats. Les contreparties pouvaient-elles résilier les opérations en cours ? réaliser une exigibilité anticipée ? opérer une compensation des dettes et créances réciproques, et calculer un solde net à recevoir ? Il fallait savoir si ces opérations étaient valables au regard de la loi sur les liquidations et des lois générales en matière de faillite. La loi sur les liquidations *(Winding up Act)* et la loi sur la faillite et l'insolvabilité *(bankruptcy and insolvency)* possèdent toutes deux des dispositions autorisant expressément la résiliation et la compensation concernant un nombre important de produits dérivés, y compris les contrats types relatifs à ces produits.

Par contre, la loi sur l'organisation du crédit des sociétés (*Companies Creditors Arrangement Act* (CCAA)) ne prévoit rien de tel. Les juridictions canadiennes ne se sont pas encore penchées sur la question de l'exécution des clauses de compensation ou de résiliation anticipée au regard du CCAA. Toutefois, en matière de liquidation, les principes applicables aux contrats en cours autorisent généralement la résiliation anticipée[96].

Cependant, le juge peut toujours conformément au CCAA ordonner l'ajournement d'une procédure et ainsi interdire la compensation et la résiliation anticipée[97]. Dans l'affaire de la compagnie d'assurances Confédération, la Cour avait expressément interdit à tout cocontractant de cette société à un contrat de produits dérivés d'exercer son droit de résiliation anticipée ou de compensation.

Cette ordonnance avait suscité l'inquiétude dans les milieux de la finance, alors même qu'elle n'avait eu pratiquement aucun effet sur les contreparties, les contrats de ces dernières ayant été préalablement résiliés grâce à l'ordre passé par le ministre des Finances dévoluant le contrôle de cette affaire au Bureau du surintendant[98]. La portée de cette ordonnance doit être relativisée. En observant la jurisprudence et l'esprit animant les lois sur les faillites et les liquidations, on se rend compte que cette ordonnance se trouve y être complètement opposée. Toute contrepartie qui s'estimait lésée aurait donc pu facilement la contester avec succès[99].

---

95. *Ibid.*
96. *Ibid.*
97. *Id.*, 50.
98. *Id.*, 52.
99. L'ISDA est une organisation formée à l'origine par un groupe d'intermédiaires en swaps à New York en 1984. Au départ, ISDA signifiait « International Swaps Dealers Association » ; l'organisation a changé de nom récemment afin d'englober dans son champ

3. La pratique contractuelle des produits financiers dérivés

3.1 La codification de la pratique contractuelle des produits dérivés

À l'aube du développement des transactions des produits dérivés, les opérateurs négociaient individuellement chaque contrat. La procédure se révélait longue et délicate. À la suite de la croissance du marché des produits dérivés, plusieurs organisations ont tenté de codifier la pratique. L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA)[100] aux États-Unis, la British Bankers Association (BBA) en Angleterre et l'Association française des banques (AFB) en France ont chacune proposé une forme de documentation standardisée[101].

Ces associations poursuivent toutes les mêmes objectifs, à savoir la simplification de la procédure pour atteindre une plus grande rapidité, et davantage d'efficacité, la création d'un univers de communication homogène grâce à l'harmonisation du vocabulaire et l'augmentation de la sécurité entre les participants[102].

Au Canada et au Québec, ce sont les contrats types ISDA qui sont utilisés. Il est intéressant, néanmoins, de se pencher brièvement sur les codifications établies par l'AFB et la BBA.

3.2 Les contrats types

3.2.1 Les *Conditions générales* de l'AFB

L'AFB a publié en 1988 un document intitulé les *Conditions générales*[103] qui sont des règles professionnelles codifiant la pratique des swaps. Les *Conditions générales* se présentent comme des recommandations et non comme un contrat type dont les blancs peuvent être remplis par les parties[104]. Les parties contractantes expriment leur volonté de se soumettre aux *Conditions générales* au moyen d'échange de lettres ou de télex. Les règles de l'AFB ne s'appliquent pas automatiquement aux opérateurs,

---

d'application davantage de produits dérivés et ainsi prendre en considération l'évolution de ces instruments. Voir J.B. GOLDEN, « Setting Standards in the Evolution of Swap Documentation », (1994) *I.F.L.R.* 18-19.

100. Dans la présente étude, nous ferons plus particulièrement référence à la codification des contrats de swaps, vu qu'elle est la plus importante.
101. P.Y. CHABERT, *loc. cit.*, note 37, 36.
102. En octobre 1988 a été publié le texte révisé. Le texte original date de mars 1987. Voir J.P. MATTOUT et G. DIRANI, « Swaps : les nouvelles conditions générales de l'AFB », *Banque*, nº 492, 1989, p. 291.
103. C'est le cas pour les contrats types ISDA. Voir *infra*, note 110.
104. Contrairement aux BBAIRS qui s'appliquent automatiquement si certaines conditions sont remplies.

ceux-ci doivent exprimer expressément leur volonté d'y adhérer[105]. Elles ont un champ d'application très étendu et englobent toute sorte de swaps[106].

3.2.2 Les normes BBAIRS[107]

La BBA a publié en 1985 des règles codifiant les usages sur le marché interbancaire de Londres : les BBAIRS[108]. Les BBAIRS ont valeur supplétive en cas de silence des parties. Elles s'appliquent automatiquement aux transactions de swaps à moins que la banque n'ait expressément précisé son intention d'y déroger. Comparées aux *Conditions générales* ou aux contrats types ISDA, les BBAIRS Terms consacrent le plus haut degré de standardisation. La BBA n'a pas choisi la technique du contrat-cadre ; il suffit aux parties d'échanger des lettres de confirmation pour que leurs relations soient régies par les conditions des BBAIRS[109].

3.2.3 Les normes ISDA

Depuis sa création en 1985, l'ISDA a élaboré un ensemble important de règles et de normes comprenant des recommandations, des codes et des contrats types. Cantonnée au départ aux accords de swaps, l'ISDA a progressivement étendu son travail de codification aux autres produits dérivés. En 1992, l'Association a créé une nouvelle génération de documentation. Entre autres, une nouvelle version des *masters agreements*[110] a été publiée afin d'englober un nombre plus important de produits dérivés[111].

---

105. P.Y. CHABERT, *loc. cit.*, note 37, 38.
106. « British Bankers Association Interest Rate Swaps Terms ». Voir pour plus de détails : BRITISH BANKERS ASSOCIATION, *Booklet of Interset Rate Swaps*, Londres, BBA, 1985.
107. Il est important de souligner que les BBAIRS ont un champ d'application relativement limité : elles se cantonnent aux transactions de swaps de moins de deux ans, faisant partie d'une des trois catégories de swaps (*single currency fixed/floating swaps, cross currency swaps* ou *cross currency floating swaps*), exécutées entre banques sur le marché de Londres et libellées dans une des devises prévues par les BBAIRS.
108. P.Y. CHABERT, *loc. cit.*, note 37, 38 ; S. PERSON et A. COHEN, « Derivatives », (1994), *I.F.L.R.* 29, 29 (Special Supplement).
109. La traduction de l'expression *masters agreements* par « contrat-cadre » a été proposée par le cabinet Lavery de Billy (Montréal). Il existe deux sortes de *masters agreements* ISDA : un contrat type s'appliquant dans un cadre de juridiction unique avec utilisation d'une devise locale, et l'autre dans un cadre multijuridictionnel avec devises multiples.
110. L'ancienne version des *masters agreements*, datant de 1987, ne s'appliquait qu'aux accords de swaps. Le champ d'application des nouveaux contrats types ISDA a été étendu à d'autres instruments de gestion des taux d'intérêt (comme les *caps*, les *collars*, les *floors* et les options). Pour une étude comparée des deux versions, voir J.D. COHN, « ISDA Master Agreements : 1992 and 1987 versions compared », dans *Swaps and Other Derivatives, op. cit.*, note 56, pp. 105-121.
111. Les entités suivantes ont répondu à nos questions et affirment avoir recours aux contrats types ISDA ; Hydro-Québec, la Banque de Montréal, la Caisse des dépôts et consignation du Québec, le cabinet Ogilvy Renault, Lavery de Billy.

Divers sociétés commerciales, entités publiques et cabinets d'avocats, interrogés dans le cadre de la présente étude, affirment utiliser de façon systématique les contrats types ISDA[112]. Ainsi, ces contrats standardisés représentent la pratique commune des opérateurs de produits dérivés au Québec.

3.2.4 Les particularités des contrats types ISDA

L'importance que revêt l'utilisation des contrats types ISDA nous conduit à en examiner les dispositions contractuelles. Il faut souligner que le contrat de swap est un contrat-cadre conclu par les parties au début de leur relation contractuelle. Les parties contractantes effectuent plusieurs transactions dans un même contrat de swap, car elles procèdent à des échanges périodiques de flux monétaires.

3.2.4.1 La confirmation

En général, les parties négocient un contrat de swap par téléphone ou par télex. Le contrat (instrument) n'est souvent signé qu'ultérieurement. Les contrats types ISDA gouvernent l'ensemble des transactions protégées par l'accord de swap et chacune donne lieu à une confirmation[113]. Le texte de base des *masters agreements* et les confirmations qui y sont rattachées constituent un seul contrat.

En application des articles 1497 et 1498 C.c.Q.[114], le contrat de swap est conclu sous condition suspensive, à savoir l'exécution de la confirmation de la transaction de swap. Le contrat ne possède donc pas de force exécutoire tant que la confirmation n'a pas été exécutée[115].

Les contrats types ISDA se présentent comme des contrats complets où les parties n'ont plus qu'à remplir les blancs et à préciser certains termes dans l'annexe. Dans ce document complémentaire, elles peuvent, dans les cas où cela est permis, modifier certaines clauses du contrat préimprimé.

---

112. Les confirmations constituent un additif au contrat.
113. C.c.Q., art. 1497 et 1498.
114. I. PAPPE, « The Inns and Out of Swaps Transactions », (1989) 15 (2) *Can. Bus. L. J.* 158, 159, à la note 6. La version révisée de 1992 des contrats types ISDA n'exige plus que la confirmation soit faite par écrit. Voir J.D. COHEN, *loc. cit.*, note 110, 108. Elle peut être effectuée par échange de télex ou de messages électroniques (art. 9.e du contrat type ISDA).
115. Notamment, les lois en matière de faillite ou de procédure collective peuvent venir évincer la loi choisie par les parties.

3.2.4.2 Le droit applicable au contrat

Le contrat de swap est international lorsque les parties résident dans des pays différents. Comme dans tout contrat financier international, ces dernières ont la possibilité de choisir la loi applicable. Ce faisant, elles doivent faire preuve de prudence, car la loi choisie peut être écartée par les lois d'ordre public de la juridiction du lieu d'exécution du contrat[116]. L'ISDA recommande aux parties à un contrat type l'application de la loi de l'État de New York ou celle d'Angleterre, mais les parties demeurent libres de stipuler une autre loi applicable, comme celle du Québec.

Le choix de la loi applicable est de première importance. En effet, cette loi détermine la validité des swaps, l'application qui pourrait être faite aux swaps de taux d'intérêt, des nullités ou des exceptions applicables aux paris ou aux jeux, la validité des clauses d'indemnisation susceptibles d'être qualifiées de clauses pénales ainsi que la validité et l'opposabilité, dans le cadre d'une procédure de faillite ou en dehors d'une telle procédure, des clauses conventionnelles de compensation.

3.2.4.3 Les dispositions relatives au paiement

Dans un contrat de swap, les paiements réciproques des parties s'échelonnent sur un certain laps de temps. Les contrats types ISDA prévoient la compensation entre les paiements dus par une partie à l'autre. La compensation peut s'effectuer à l'échéance de chaque transaction (pour les paiements dans la même devise) ou au terme de l'exécution du contrat de swap[117]. La compensation conventionnelle revêt une importance particulière dans le cas de faillite d'une des parties. En effet, l'utilisation de cette technique a pour conséquence d'empêcher que la partie insolvable (ou le liquidateur judiciaire) puisse réclamer le paiement des transactions de la partie non défaillante tout en déclarant la faillite pour ne pas respecter ses propres obligations financières[118].

Les contrats types ISDA comprennent des clauses stipulant des intérêts de retard et prévoient des déclarations fiscales[119]. Les parties doivent égale-

116. E.J. NALBANTIAN, P.S. SMEDRESMAN et T. HOSER, « Netting and Derivatives : A Practical Guide », (1993) *I.F.L.R.* 38, 38.

117. D.C. TAY, « The Impact of Canadian Insolvency Laws on the Treasury Product Transactions », (1992) 8 *B.F.L.R.* 25, 33. Il est important de noter que la nouvelle loi canadienne en matière de faillite (projet de loi C-22, loi révisée le 23 juin 1992 et entrée en vigueur le 30 novembre 1992) autorise la compensation, en cas de faillite d'une des parties, sous certaines conditions, dans les transactions de produits dérivés. D.C. TAY, *loc. cit.*, note 117, 51.

118. Contrat type ISDA, art. 2 d) et 2 c).

119. Contrat type ISDA, art. 3.

ment faire certaines déclarations concernant l'obtention des autorisations gouvernementales et le respect des législations[120].

3.2.4.4 Les cas de défaut et de résiliation

Selon les contrats types ISDA, les événements constituant un cas de défaut sont les suivants : défaut de payer ou de livrer, violation des obligations contractuelles, défaut relatif au soutien de crédit, déclaration inexacte, défaut croisé, faillite[121], fusion, apports de cession sans prise en charge des obligations[122].

Les parties sont autorisées à cesser l'exécution de leurs obligations au cas où l'une viendrait à défaillir.

Différents cas de résiliation sont prévus par les formules types ISDA : il est fait mention des cas où il devient illégal pour une partie de remplir une obligation ainsi que des cas d'apparition de circonstances nouvelles. À la survenance d'un de ces cas, les parties ont la possibilité, après l'écoulement d'une certaine période prévue dans le contrat, de résilier de façon anticipée le contrat de swap[123]. Une clause de « résiliation anticipée automatique » peut être insérée dans le contrat[124]. La résiliation peut également s'effectuer de façon sélective. Le calcul de l'indemnité de résiliation est fondé sur la valeur de remplacement du swap[125].

La validité des clauses d'indemnisation peut soulever certains problèmes. Ces clauses établissent un forfait de réparation en cas de défaillance d'une partie. Le droit civil québécois[126] reconnaît la validité des clauses pénales et octroie un pouvoir modificateur au juge au cas où la pénalité prévue apparaîtrait manifestement excessive. Dans les pays de common law, les clauses d'indemnisation ne sont valides que si l'indemnité qu'elles prévoient est égale au préjudice subi, à savoir qu'elles anticipent

120. La nouvelle loi canadienne en matière de faillite permet désormais à la partie non défaillante d'un contrat de swap, d'un contrat à terme ou d'autre *foreign exchange agreement* de demander instantanément la résolution du contrat en cas de faillite de l'autre partie. *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, L.R.C. (1985), c. B-2, section 65.1(7), révisée le 23 juin 1992 et entrée en vigueur le 30 novembre 1992. D.C. TAY, *loc. cit.*, note 117, 50.
121. Contrat type ISDA, art. 5.
122. Ce cas de résiliation est également valable pour les fournisseurs de soutien de crédit.
123. Contrat type ISDA, art. 6.
124. Contrat type ISDA, art. 6 e).
125. C.c.Q., art. 1622.
126. P.A. BOULAT et P.Y. CHABERT, *Les swaps : technique contractuelle et régime juridique*, Paris, Masson, 1992, p. 143.

une liquidation des dommages et intérêts *(liquidated dammages)* et ne poursuivent pas un but comminatoire[127].

3.2.5 D'autres dispositions des contrats types ISDA

Dans les contrats types ISDA sont insérées des clauses selon lesquelles une partie a l'obligation de notifier à son cocontractant l'apparition d'un cas de défaut pouvant entraîner la résiliation. Cette partie doit ensuite transférer les swaps pour éviter la résiliation[128]. Cependant, la partie désirant transférer les swaps doit préalablement requérir l'autorisation de sa contrepartie, car il est interdit, selon les dispositions contractuelles de l'ISDA, de céder les swaps à un tiers sans l'accord de sa contrepartie[129].

3.2.6 Prospective

Les contrats types présentent donc le meilleur outil de standardisation. Ils évitent aux parties de perdre du temps au cours de longues négociations et d'avoir recours à un juriste pour la rédaction du contrat. Il faut noter que les contrats types ISDA sont utilisés au Québec[130].

Les associations travaillant à la codification des swaps, en particulier l'ISDA, ont étendu le champ d'application de leur standard à toute forme de swap ainsi qu'aux nouvelles formes de produits dérivés.

L'évolution du marché des produits dérivés pourrait mener à l'harmonisation internationale des standards, voire à l'élaboration de contrats types internationaux et de codes dont les dispositions auraient valeur supplétive en cas de silence des parties[131]. Un marché intégré pour les produits dérivés, et en particulier pour les swaps, pourrait alors être mis en place. La création d'une chambre de compensation pour les opérations de swap permettrait aux opérateurs de trouver plus facilement une contrepartie correspondant à leurs besoins[132]. Il ne serait plus nécessaire de chercher pour chaque position une position exactement symétrique.

Conclusion

Malgré les risques importants qu'il comporte, le marché des produits dérivés est aujourd'hui en pleine expansion. Le Québec a su prendre part à ce processus. Ainsi, les techniques contractuelles ont évolué avec la prati-

127. Contrat type ISDA, art. 6 b) i et 6 b) ii.
128. Contrat type ISDA, art. 7.
129. Aucun opérateur interrogé n'a affirmé utiliser les BBAIRS.
130. P.A. BOULAT et P.Y. CHABERT, *op. cit.*, note 126, p. 108.
131. *Ibid.*
132. *Ibid.*

que et la standardisation de la documentation est devenue monnaie courante. Par exemple, les contrats types, qui avaient été dressés à l'origine pour les swaps, ont été modifiés pour étendre leur champ d'application à d'autres produits dérivés. La pratique contractuelle a donc su s'adapter à l'émergence et au développement toujours plus important de ces nouveaux produits.